

Stress da attesa

Quadro macroeconomico

Un'attesa di pacato *stress*, quella di settembre. Tra alti e bassi, ma tendenzialmente in flessione, i mercati sono restati nel loro *range*. Il mancato rialzo dei tassi negli Stati Uniti, accompagnato però da una serie di annunci, anche contraddittori, da parte di alcuni membri della *Federal Reserve (FED)*, ha suggerito che oltre Atlantico si agirà a partire da fine anno, dopo le elezioni presidenziali, ma con prudenza e gradualità. Al centro dell'attenzione restano ancora le politiche delle banche centrali, che a settembre hanno però preferito l'attesa. I dubbi sugli effetti dei loro interventi s'intensificano, ma la loro credibilità è ancora significativa, soprattutto se relativizzata a quella del mondo politico, sempre più puntellato dalle reazioni di partiti e movimenti che intendono rappresentare, a loro modo i – non pochi – perdenti della globalizzazione. Diventa sempre più difficile, per le banche centrali, gestire una forma di coordinazione che è riuscita a sostenere i tentativi di riparare i danni del crollo finanziario del 2008, ma che di fatto ha messo sotto la loro tutela i mercati.

Se negli anni '30 le svalutazioni competitive avevano destabilizzato il mondo, nei tempi moderni l'aiuto valutario è stato in buona parte pilotato dalla regia semi-organizzata delle banche centrali. Il compito era quello di favorire un parziale ripiegamento delle economie verso i propri mercati interni: alla Cina l'obiettivo di diminuire esportazioni e risparmio aumentando i consumi, mentre agli Stati Uniti l'impegno di riportare a casa parte del settore industriale. Ora che questo disegno sta superando la prima fase, bisogna fare i conti con i cambiamenti a catena che provocherà e che i mercati finanziari, per

ora, non sono in grado di interpretare, mentre le banche centrali sentono il peso di una responsabilità che le travalica.

Gli Stati Uniti e l'Inghilterra sono intervenuti velocemente nel 2009 inondando il mercato di liquidità, svalutando conseguentemente il dollaro e la sterlina. La Cina ha rilanciato la sua domanda interna, fungendo da traino all'economia produttiva mondiale, utilizzando anche il motore dell'indebitamento (in dollari) delle sue aziende, seguita da altri paesi emergenti. L'Europa ha perso tempo arrivando in ritardo alla formula dei *Quantitative Easing (QE)* e, assieme al Giappone e alla Svizzera, si è trovata a sperimentare gli effetti dei tassi negativi. Ora gli Stati Uniti hanno riportato la disoccupazione sotto il 5%, ma con tassi di crescita del PIL ben lontani da quelli precedenti la crisi che quindi non sono sufficienti a fungere da motore dell'economia mondiale, soprattutto con un dollaro forte. La Cina sta sperimentando la creazione di bolle, ben conosciute negli Stati Uniti, per sostenere la sua trasformazione produttiva.

Per ricucire i precedenti squilibri, se ne sono creati altri. In questa fase i mercati iniziano ad esprimere dubbi, sentono che stiamo entrando in una nuova era, ma non sono ancora pronti a sostenere un nuovo indirizzo. Innanzitutto ci sono motivazioni tecniche. La borsa faro del mondo, Wall Street, dal 2009 è cresciuta del 170%, con titoli che hanno un rapporto prezzo/utili (P/E 18,7) che manifesta un ottimismo non riflesso nei fondamentali: sulle 500 principali società quotate la flessione dei profitti nel terzo trimestre è stata stimata dello 0,6% (dati Thomson Reuters) e si tratterebbe della sesta

contrazione consecutiva. Inoltre anche le aziende americane vivono a credito: anni di denaro facile hanno riportato l'indebitamento ai livelli del 2008. In questo contesto un aumento dei tassi da parte della FED e un conseguente rafforzamento del dollaro, minerebbe ulteriormente le possibilità di crescita delle aziende dell'economia mondiale meglio posizionata (o messa meno peggio). Multipli ragionevoli hanno spinto quest'anno i flussi di liquidità verso i paesi emergenti, che hanno P/E molto più contenuti, visto che Europa e Giappone non hanno permesso grandi fantasie. Ma un rialzo tassi negli Stati Uniti potrebbe spingere i flussi finanziari internazionali ad abbandonare questi paesi. Tanto più che il commercio internazionale non li sostiene: prima del 2008 il commercio cresceva più di quattro volte il PIL mondiale, ora riesce a malapena a tenerne il passo. Certo, nella volontà di riequilibrare gli scambi, era prevedibile e deliberato l'obiettivo di rivedere anche il processo di globalizzazione: il problema è che non si sa ancora di quanto debba essere ricalibrato, mentre le scorte aumentano in attesa di una domanda mondiale che langua. La politica darà i suoi segnali: la vittoria di Trump negli Stati Uniti o di Marine Le Pen in Francia segnerebbero un pericoloso rallentamento, ma forse obbligherebbe le *élite* più istituzionali ad un profondo esame di coscienza.

La coordinazione internazionale deve dimostrare inoltre di saper superare le tentazioni del protezionismo. I segnali non sempre sono incoraggianti: 14 miliardi di multa presunta a Deutsche Bank negli Stati Uniti dopo quella, guarda caso, di 14 miliardi che la Commissione europea vorrebbe comminare alla Apple, non rappresentano certo un segnale incoraggiante. Ma tra i due avvenimenti c'è una differenza fondamentale. La società di Cupertino non ha praticamente risentito

della notizia. La banca tedesca, invece, non solo è crollata in borsa, ma ha anche trascinato con sé i listini del settore prima di spaventare l'intero sistema borsistico mondiale. Segno che è difficile andare oltre le minacce in un mondo che resterà comunque globalizzato.

In questo contesto storicamente anomalo le borse attendono. C'è la convinzione che le banche centrali abbiano ancora un ruolo da giocare, ma le loro strategie devono cambiare e supportare vera crescita economica e non limitarsi ad inflazionare gli *asset* finanziari. Si sta insinuando l'idea che la leva fiscale verrà utilizzata, malgrado gli alti indebitamenti, per favorire gli investimenti. Certo, per ora, in concreto, non c'è ancora molto, salvo le dichiarazioni dell'ultimo G20 e la presa di posizione del *Fondo Monetario Internazionale* (FMI). Ma i titoli ciclici si stanno muovendo e le lamentele sui tassi negativi, in un mondo di pensionati, diventano sempre più consistenti. I paesi emergenti corrono riflettendo queste aspettative.

Politica d'investimento

Per valutare il cambio di strategia mondiale bisognerà aspettare le mosse del Giappone: la *Bank of Japan* (BOJ) ha annunciato che opererà attivamente sulla curva dei tassi. Il governo Abe, che gode del sostegno della popolazione, deve dare sfogo alla seconda freccia della sua strategia: quella che concerne direttamente l'economia reale utilizzando la leva fiscale e strutturale. Politicamente il Giappone è nelle condizioni migliori per operare, ma i tempi probabilmente non sono ancora maturi e quindi si tratta di aspettare, accumulare. In Europa si addensano nubi scure: il referendum in Italia, gli appuntamenti elettorali in Francia e Germania, per non parlare del campo comunque ancora minato, per l'UE più che per Inghilterra, della *Brexit*.

Il tema di fondo è quello relativo alle banche. Senza l'effettiva partenza dell'Unione bancaria, per l'Europa non c'è futuro: è la finanza il carbone e l'acciaio dei tempi moderni! E' presto per acquistare le banche: è necessario prima che si manifesti una chiara presa di posizione comunitaria. Ma il rilancio dell'Europa, se ci sarà, passerà attraverso responsabilità condivise in questo ambito. I primi segnali di *tapering* (diminuzione degli acquisti di bond da parte della BCE) sono forse l'espressione della volontà discussa al G20 di superare i tassi negativi per non lasciare l'America sola nella strategia di rialzo e per preparare il rilancio dell'Unione bancaria europea (ristrutturazione di tutto il sistema bancario). Settembre è quindi stato un periodo d'attesa che potrebbe protrarsi fino alle elezioni americane e all'avvicinarsi dell'annunciato rialzo dei tassi.